



静待混动补贴政策明朗后买入

买入 维持

投资要点:

宇通客车发布3季报,单季营收40亿元,同比减20%,环比减24.8%,归母净利润2.7亿元,同比减29%,环比减26%。

报告摘要:

- 三季度销量同比下滑,且产品结构向下,导致利润降幅(-29%)大于营收降幅(-20%),大于销量降幅(-16.7%)。本季度高价高毛利的大中型客车的占比同比减少8%。同时因为今年折旧大幅增加,所以Q3的毛利率为18%,低于去年同期的19.2%。
- 销量下滑的原因主要还是非插电式补贴政策至今仍未确定,导致从2012年下半年以来驱动公司增长的公交订单失速,6月后混动客车订单基本停滞,公交订单也有回落。此外,公司小车型占比大幅提升,主要是校车小型化造成,导致单车均价下滑至34.4万元。
- 发展公交尤其是新能源公交是国家治理拥堵和污染问题的主要抓手。宇通客车在非插电混动领域市占率达40%。同时在纯电动和插电混动领域储备充分,已获得河南省750台订单(纯电动100台,插电混动650台)。宇通在快速成长的公交尤其是新能源公交领域分得最大蛋糕的逻辑未变。看好宇通在补贴政策明朗后在公交领域快速恢复。
- 展望四季度,1000台高价高毛利委内瑞拉出口订单和河南省750台新能源客车订单(纯电动100台,插电式混合动力650台)将对四季度业绩形成一定支撑。此外,考虑到非插电混合动力政策的延续性和可操作性,我们判断大概率该补贴政策会在11月发布。此外,年末也是公交采购的传统旺季。
- 投资建议:基于新能源客车投资的大逻辑未发生变化,维持长期“买入”评级。我们先前建议等待1)新能源客车政策的推出2)三季度业绩低点时买入。目前三季度业绩低点已现,建议等待非插电混动补贴明朗后买入。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	16931.93	19763.46	24703	29644	35572
增长率(%)	25.62	16.72	25%	20%	20%
归母净利润(百万)	1181.41	1549.72	1782	2138	2566
增长率(%)	37.43	31.18	15%	20%	20%
每股收益	2.27	2.20	1.40	1.68	2.02
市盈率	14.94	15.45	12.26	10.22	8.50

汽车行业研究组

分析师:

何亚东(S1180513050001)

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

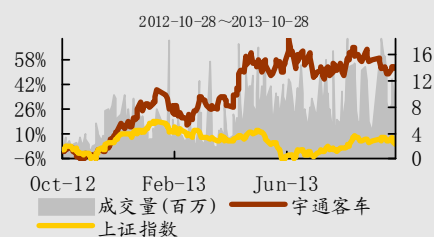
研究助理:

蔡麟琳

电话: 010-88013562

Email: cailinlin@hysec.com

市场表现



相关研究

《9月销量点评: 公交订单波动导致9月销量平平》

2013-10-8

《8月销量点评: 月度拐点已现》

2013-9-2

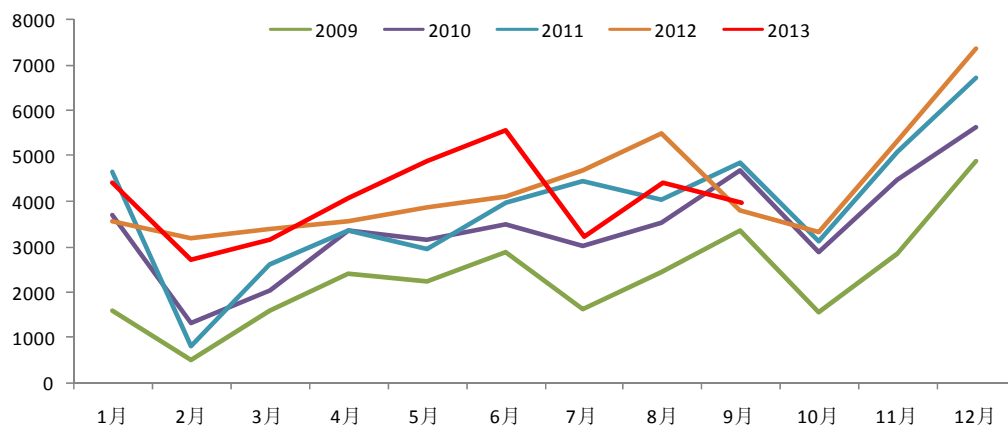
《等待三季度业绩低点的买入机会》

2013-8-19

《黄标车加速淘汰,受益明显》

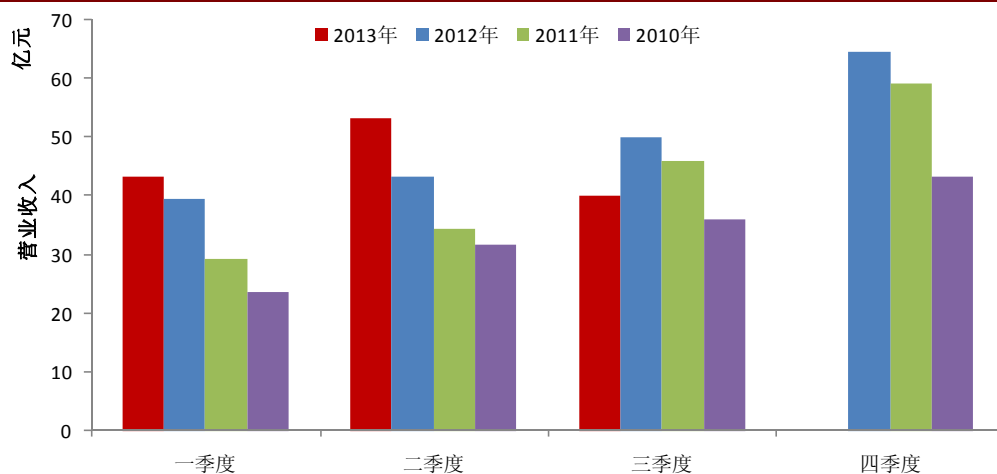
2013-6-18

图 1: 宇通汽车销量情况



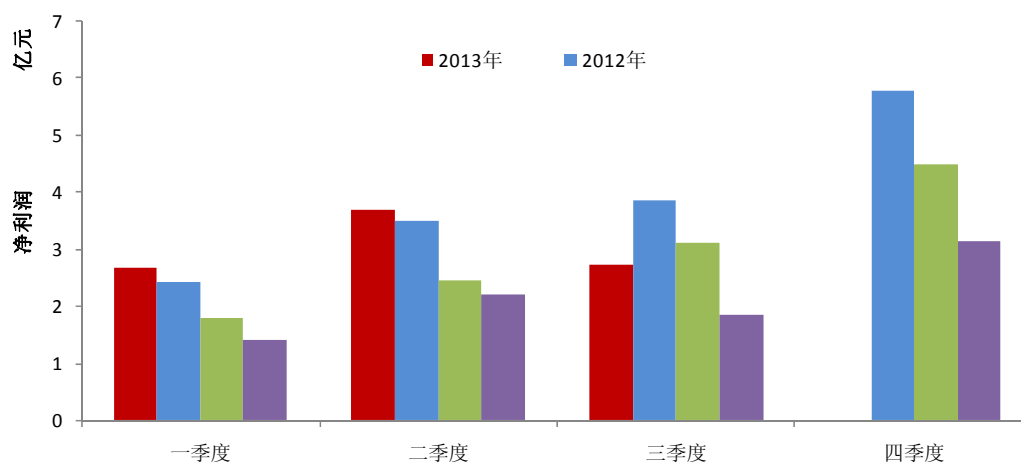
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 2: 宇通汽车销售收入情况



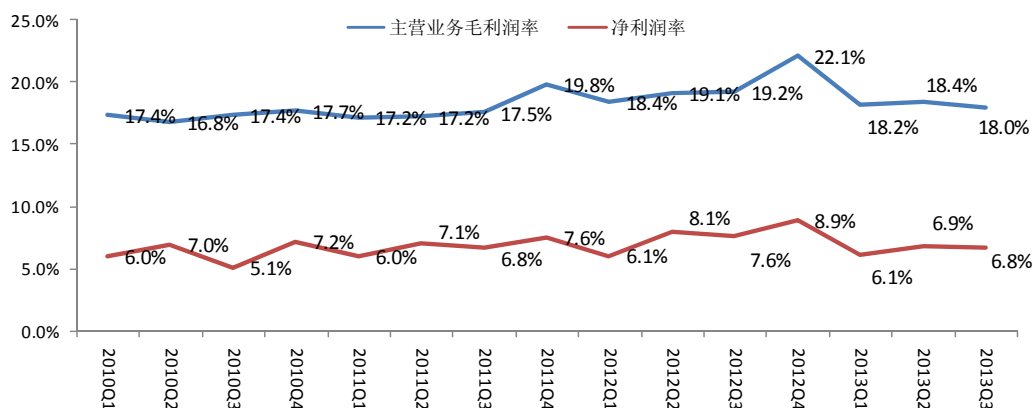
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 3: 宇通汽车净利润情况



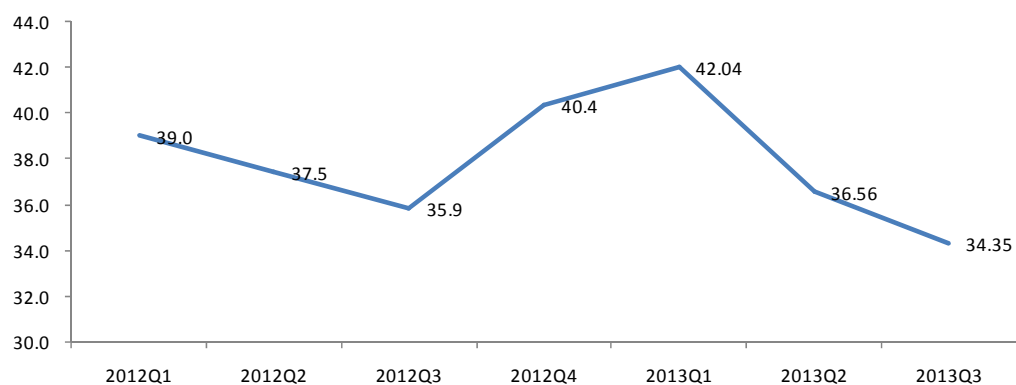
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 4：宇通汽车毛利率和净利润率变化情况



资料来源：公司公告、宏源证券

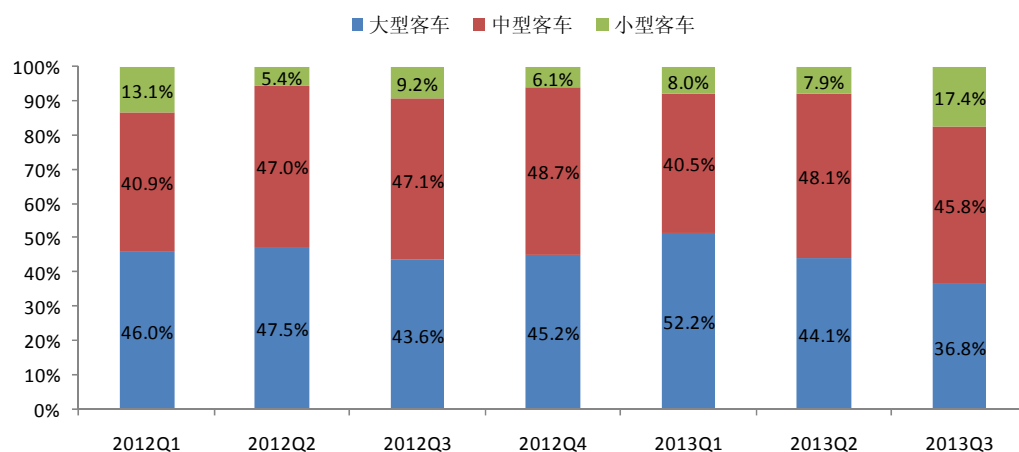
图 5：宇通汽车单车销售均价情况



资料来源：公司公告、宏源证券

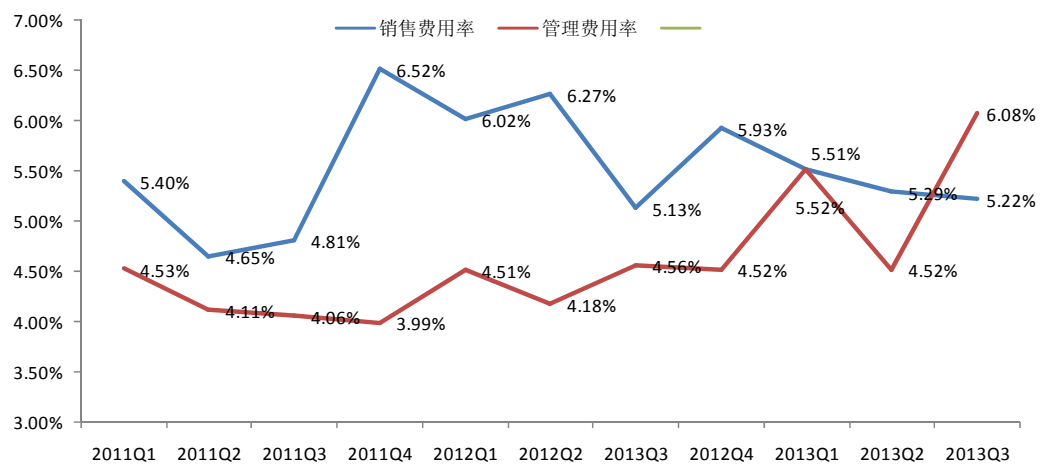
注：单车销售均价通过公司营收简单除以当季销售数简单获得，可能存在误差。

图 6：宇通汽车产品结构



资料来源：公司公告、宏源证券

图 7：宇通汽车销售费率和管理费率变化情况



资料来源：公司公告、宏源证券

作者简介:

何亚东: 清华大学汽车工程系毕业, 4 年广汽集团汽车设计及项目管理经验, 3 年汽车行业证券分析经验

蔡麟琳: 清华大学汽车工程系毕业, 2 年银行汽车行业融资分析经验, 1 年汽车行业分析经验

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。